

# 关系型融资模式的均衡分析和均衡的突破

徐万坪

(厦门大学 财金系, 福建 厦门 361005)

[摘要] 距离型融资模式是未来融资方式的一个合理选择, 但在我国该模式并无法如预期简单实现, 因为关系型融资模式是一个均衡, 而模式的转换是一个均衡的突破。我国的企业偏好债务融资而非股本融资, 银行有维持和发展银企关系的激励, 国家则通过金融支持来保护和控制银行, 三方都没有积极性偏离均衡。均衡的突破关键在于政银关系。政府退出“金融支持”具有必要性、合理性和可行性。另外, 缩小“破产罚金”, WTO 的冲击, 也有助于该均衡的瓦解。

[关键词] 融资模式; 关系型融资; 距离型融资; 金融支持

[中图分类号] F830 [文献标识码] A [文章编号] 1004-5295(2002)01-0001-06

## 一、引言

关系型融资模式曾因东南亚经济的飞速发展而倍受推崇, 但是, 东南亚金融危机的爆发, 使得这种融资模式受到了怀疑、冷落, 目标又纷纷聚焦于距离型融资模式。折衷的观点认为, 由于我国的特殊情况, 现阶段企业的融资方式应采用间接融资为主并逐渐减少, 直接融资为辅并大力发展的过渡模式; 目标模式应符合世界融资模式的趋势, 是集两种融资方式为一体的有中国特色的融资模式(王佩艳等, 2000)。无疑, 过渡模式对未来企业融资进行了宏图展望, 但该模式并无法如预期简单实现。实际上, 我国货币市场规模巨大, 优势明显, 而资本市场却发展缓慢, 不仅资金规模狭小, 而且国民经济的证券化比率也远远低于发达国家和一些发展中国家, 其个中原因在于, 关系型融资模式是一个均衡, 而模式的转换则是一个均衡的突破。

## 二、关系型融资的均衡分析

### (一) 企业偏好债务融资而非股本融资

当利息所得的最高个人所得税率低于法定公司所得税率时, 意味着新成立的公司要更多地依赖于债务融资(Modigliani & Miller, 1958, 1963)。

现在先考虑一下企业的融资及纳税状况。虽然利息可以免税, 但对债券持有人来说, 利息所得是要纳税的。因此作为利息支付的每一单位税前利润净所得为  $(1 - \tau_b)$ , 其中  $\tau_b$  是债券持有人的利息税率。而股息所得则要双重纳税, 作为股息分配的每单位税前利润首先要减去公司所得税  $\tau_c$ , 剩余部分要就个人所得税率  $\tau_n$  课税。股息收取人每单位税前利润的净所得为  $(1 - \tau_c)(1 - \tau_n)$ 。除此以外, 由于保留利润使公司价值上升, 这种升值作为股东的资本利得要课税, 用  $\pi_{re}$  表示保留利润的税率, 这样, 股本所得的实际税率就可以认为是股息实际税率  $\tau_n$  和资本利得实际税率  $\tau_{re}$  加权平均, 假定公司选择一个固定的股息支付比例  $\beta$  则股本所得的实际税率为  $\pi_e = \beta \tau_n + (1 - \beta) \tau_{re}$ 。

接下来分析债券和股本所得的税收差异导致初始融资选择的效应。若该投资项目的债券持有

[收稿日期] 2001-06-30

[作者简介] 徐万坪(1980-), 男, 福建永春县人, 厦门大学财金系讲师, 硕士, 从事金融研究。

© 1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.cnki.net>

人税前收益率( $r_b$ )与股本持有人税前收益率( $r_e$ )不同,则债券融资和股本融资具有不同效应。如果整个项目是以债券融资的,债券持有人的税后所得为  $r_b(1-\tau_b)$ 。反之,以发行新股融资,股本所有人税后所得为  $r_e(1-\tau_e)(1-\tau_c)$ 。投资者对债券融资和股本融资无差异的条件是当且仅当:

$$r_b(1-\tau_b)=r_e(1-\tau_e)(1-\tau_c)$$

如果假定项目的税前所得与融资来源无关( $r_b=r_e$ ),则无差异条件是:

$$(1-\tau_b)=(1-\tau_e)(1-\tau_c)$$

当利息所得的税前负担  $\tau_b$  低于股本所得的公司所得税和股东税收的总和  $\tau_c+\tau_e(1-\tau_c)$  时,投资者就会偏好债务融资。这个条件在我国显然是满足的。

如果公司在最初条件时已经有了一些股本,那么当需要继续融资时,保留利润就可以作为额外的融资来源。可以证明,当个人税率低于公司税率时,人们会偏好于债务融资和保留利润融资,而不愿发行新股 (Modigliani & Miller, 1973)。

## (二) 银行有维持和发展银企关系的激励

股东和债权人的利益并不完全一致,目标有时会相背离。公司价值是股本和债券的总和,债权人追求公司价值最大化,而股东追求股本权益价值最大化。由于股东的权益价值是公司投资收益的外凸函数,于是就发生了一系列与公司价值最大化目标相背离的情况。结果,股东就会偏好具有同样预期收益而风险更大的投资。对债权人的支付额是公司收益的内凹函数,债权人偏好于预期收益相同但风险更低的项目。如果贷款人不知道公司所投资项目的风险特征,公司就可能通过投资于一些风险性比贷款人希望的更大的项目而将财富从债权人转移到股东手中,即使项目的风险性较大而预期收益较低,公司也有动机这样做。而且,由于公司并不关心处于破产状态的投资效益,股东以额外股本融资,投资中所获取的预期收益就可能低于公司债权人和股东的综合收益水平。结果,公司就不会去从事那些在没有债务融资条件下可以赢利的投资项目 (Jensen & Meckling, 1976)。

基于以上原因,债权人(往往是银行)有动机进行监控,减少代理成本,增加收益,维护债权人利益。主要是事前、事中、事后三阶段监控——事前对投资项目进行评价和信用分析,避免逆向选择;事中监控企业经营管理活动,保证资金流向规定项目,避免道德风险;事后跟踪监督,了解企业经营成果和经营状况,保证利益的实现。我们把企业的效益状况分为三个水平:高利、微利、亏损。如果存在较强的监控,企业处于高利状态的可能性较大;反之,企业处于微利和亏损的可能性较大。

即使企业处于微利或亏损状态,银行也总是趋向于这种行动,即履行救助企业的义务而不是让更多的陷于财务危机的企业破产 (青木昌彦, 1994)。当企业处于微利或亏损状态时,银行有两种选择,一是破产清算,二是救助。运用成本效益分析法就可知银行的选择取向和实际行动,当预期效益大于救助成本时,银行会选择救助,继续保持对企业的监控地位。但此举并非全无风险,风险成本有时甚至超过破产清算成本。除此以外,第一贷款人或主银行必须对该企业欠其他贷款人的债务提供担保,以及承担下一个阶段持续付出的监控成本。银行也可以选择破产清算,引起的成本主要是抵押品价值与坏账损失的差额。这样就存在一个“破产罚金”( $\pi$ )的最优区间(B):

$$B=\{\pi\delta\leq\pi\leq\delta_2,\delta_2\geq\delta_1>0\}$$

如果现期事前监控的预期收益相对于其监控成本来说足够大的话,就存在着这样的破产罚金区间,在这一区间内银行(常是主银行)总是会在事后解散那些处于危机状态的企业,而去救助处于微利状态的企业,并在下期继续保持银企关系 (青木昌彦, 1994)。当  $\pi<\delta_1$  时,银行选择破产清算,即使企业的预期价值大于零;当  $\pi>\delta_2$  时,银行选择救助,即使企业原本应该被清算,已无存在价

值。我国的现实状况是  $\pi > \delta$ , 银行选择救助处于微利或亏损状态的企业。原因在于, 一是在发展中国家, 发生第一类谬误<sup>1</sup> 的可能性大于发生第二类谬误<sup>④</sup> 的可能性, 这是由于历史和客观环境而非企业自身因素造成的企业的财务危机, 被清算的项目不一定无效率; 二是银行对企业破产的负效应很大, 不仅仅限于抵押品价值与坏账损失的差额。对企业破产清算造成银行信誉下降, 风险增大, 储户的储蓄流失, 企业会转移银企关系, 联合贷款的可能性下降, 可见破产清算成本很大; 三是由于法律的不健全, 旷日持久的诉讼、谈判凭空增添了巨额的资本成本以及信誉损失, 而且债权人完全实行其收益的可能性也不大; 四是管理当局或政府会考虑到社会影响、就业、地方性利益、政企关联等因素加以干预。

(三) 由于金融支持, 国家对银行进行保护和控制

作为麦金农( Michinnon, 1993) “金融抑制论”的补充, 赫尔曼、穆尔多克、斯蒂格利茨( Herman Es, 1981) 认为, 选择性干预——金融约束有助于而不是阻碍了金融深化。金融抑制和金融深化是两种不同的金融控制状态, 当金融控制下的租金效应倾向于政府部门时为金融抑制, 金融抑制会阻碍资本的形成与经济增长。因此, 必须使实际利率为正, 维持价格水平的稳定, 并为金融部门创造租金机会和向生产部门转移租金, 此时, 金融抑制便转为金融约束。在市场不完全和信息不对称条件下, 金融约束有利于降低代理成本和减少风险行为, 促进金融深化和经济增长。

金融支持是“金融约束论”在中国的实际运用。所谓金融支持, 是指金融资源的配置不完全按照通常意义上的效率标准( 如“三性原则”) 而是根据某种特定的目标( 如政府期望平稳地完成经济转轨) 来运作一种信贷政策或货币政策( 黄明, 2000)。从计划经济体制到市场经济体制的建立, 随着政府的扩权让利, 财政占 GDP 的比重急剧下降, 其财政实力不断削弱。为保证经济的持续增长和改革的不断深入, 政府选择了金融支持, 即从“强财政、弱金融”转变为“强金融、弱财政”。目的在于补偿国有企业在与非国有企业竞争中的成本和体制劣势, 防止国有经济的急剧衰退, 为渐进式经济改革构建了一个稳定的宏观环境。

金融支持系统在我国是可行的。通过向金融部门( 尤其是银行) 创造租金机会, 使之获得特许权价值, 只要特许权价值足够大, 就能激励银行提高经营效益, 或开拓市场, 或加强对企业的监控, 减少代理成本。为保证金融支持系统的运行, 政府必须给银行创造租金机会; 另一方面, 分散化的储蓄资源须聚集起来并按政府的意志配置。所以政府就采取市场准入等措施限制银行间的竞争, 维持银行的垄断地位, 保证金融体系的安全性。显而易见, 证券市场也就受到了抑制, 得不到充分发展。

综上所述, 企业偏好债务融资而非股本融资, 银行有维持和发展银企关系的激励, 国家则通过金融支持保护和控制银行。三方都有动机维持关系型融资的均衡, 没有积极性偏离均衡。

三、突破均衡的关键: 退出金融支持

(一) 我国关系型融资危机重重

关系型融资模式有其优越性, 首先, 资本形成能力较高, 能保证国民储蓄水平较高; 其次, 信息收集功能及监控能力较强, 能减少代理成本; 再次, 局部性风险较低, 因为关系型融资下银行会积极地救助陷入财务困境的企业, 重组成本降低。日本是从中受益最多的国家之一, 从 50 年代开始为期 20 年的增长, 平均年增长率接近 10%, 日本在 50 年代中期由于较低的人均收入, 而被列入较不发达的国家, 到 1964 年, 它就具备了发达国家的地位。

东南亚金融危机使得关系型融资模式受到了怀疑, 这是跟其弱点息息相关的。关系型融资模式不仅结构调整能力、研究开发能力偏低, 资本效率也较差, 更重要的是较容易导致宏观风险。由于历史和客观条件的原因, 我国长期以来都是关系型融资模式占主导地位, 虽然取得了一系列成绩, 但整个经济综合体却蕴藏着极大的风险。

<sup>1</sup> 第一类谬误: 有存在价值或有效率的企业被清算  
<sup>④</sup> 第二类谬误: 无存在价值应被清算的企业得以保存

首先, 财政面临债务危机。1994 年我国外债余额突破 1 000 亿美元大关, 成为发展中国家继巴西、墨西哥之后的第三大债务国。自此以后外债规模一路攀升, 到 1998 年 6 月, 我国外债余额达到 1 379.6 亿美元。目前外债余额占 GDP 比重达到 13.6%, 而 1998 年财政收入占 GDP 比重为 12.4%。1998 年财政赤字从 1997 年的 558 亿元扩增至 960 亿元, 债务发行规模(包括内外债)从 1997 年的 2 476 亿元扩增至 3 311 亿元, 若加上转贷给地方的 580 亿元和 2 700 亿元的特别国债, 则 1998 年增加的债务达到 6 591 亿元。就国债依存度而言, 最发达的工业化国家(1991 ~ 1995) 为 10%, 赤字规模比较大的发展中国家(1991 ~ 1995) 平均为 25%, 新兴工业化亚洲国家(1968 ~ 1990) 为 9%, 都远低于我国 53% 的水平。

其次, 银行体系极为脆弱, 主要表现在以下几个方面: 长期的效益低下, 资本不足, 尤其是不良债权比例过高。1997 年四大商业银行的总资产是 11 560 亿美元, 总利润为 18 亿美元。而汇丰这家核心业务在香港的国际银行, 1997 年总资产是 4 717 亿美元, 税后利润达到 55 亿美元。利润率低下导致银行自有资本不足, 甚至日趋下降。在 1998 年政府一次性股权注资之前, 据官方定义, 中国的银行平均资本充足率仅为 4%。至于坏账损失, 官方数字表明, 不良债权为贷款总额的 20%, 坏账比率大约在 6%, 而据金融服务业和学术机构的一些分析家估计, 不良债权比率大约在 30% ~ 60% 之间。

再次, 国有企业经营乏力。第三次工业普查结果表明, 2234 家大中型工业企业中, 有 745 家已资不抵债, 负债已经超过资产 16.9%, 负债率最高的企业是负债相当于资产的 3.8 倍。这其中国有企业占到 84.4%。到 1996 年 8 月末, 全国国有工业企业亏损面达到 49.7%。其亏损额 1 ~ 8 月累计达到 461 亿元, 比上年同期增加 54.3%。1997 年 1 ~ 4 月预算内国有工业企业实现利润只有 25.7 亿元, 比上年同期下降了 32.9%, 而亏损额已达到 257.79 亿元, 比上年同期增加 2.1%。1998 年 1 ~ 5 月国有工业企业的利润已变为负数。

## (二) 突破均衡的关键: 退出金融支持

为保证金融支持系统的运行, 一个必要的前提是保证分散化的储蓄资源聚集起来并按照政府的意志配置。满足这个前提条件的必然选择是信用垄断。据统计, 四大国有银行一直垄断着 70% 的存款资金来源, 并在信贷市场上占有绝对大的比重。与通常追求利润最大化的垄断不同, 我国的信用垄断是为了保证银行与政府目标函数一致, 实施金融支持政策, 维持经济高效运行。从本质上看, 信用垄断条件下的信贷决策主体并不是银行而是政府, 信用垄断其实是国家垄断在信用领域的反映而已(黄明, 2000 年)。

我国占主体的四大商业银行是国有银行, 其管理层不一定有充分的盈利动机, 在投资和经营时总会考虑到其有政府的强有力支撑。相反, 日本维持二十年的高速增长, 一个与我国很不相同的条件是其银行的私有化, 政府不必考虑银行的激励的问题, 可以将精力集中在对银行的监控和管制, 央行也是通过市场运行以实现稳定的重要目标——包括通货购买力的稳定和金融体制运作的稳定。由于我国商业银行国有, 造成的一个重大问题是政银联系过紧, 财政部门与金融部门职责不分。现有的制度框架下, 央行的任务包括: 宏观经济管理以及为结构调整提供政策性放款。在过去 14 年里中国从一个极端发展到了另一个极端: 从由国家财政提供所有融资到由银行贷款提供所有融资(钱颖一, 1998)。

政银脱钩, 退出金融支持, 会导致均衡的瓦解。首先, 政府运行金融支持系统, 就得给银行部门创造租金, 使之获得特许权价值。通常采取的手段是限制银行业竞争, 抑制证券市场的发展, 才能保证金融体系的稳定和安全。政府一旦与银行(尤其是商业银行)脱钩, 明确财政与金融部门的职责, 不再对银行进行保护和控制, 退出金融支持, 那么受抑制的证券市场得到充分发展是必然的。政府不必再对银行的经营状况忧心忡忡, 而可以把精力更多地集中在监控和管制上。

其次, 失去了政府的支持和保护, 银行必须调整自己的经营模式和决策思路, 不仅有积极性去

开拓市场、监控企业,还得考虑破产风险。银行增加了贷款成本效益分析的力度,采用信贷配给制,宁愿贷给低收益低风险的项目,而不愿贷给高风险高收益的项目。企业由于资金供给不足,不得不改变融资渠道,将目标瞄准证券市场。证券市场给距离型融资模式提供孕育和完善的场所,通过法律和市场而非直接参与来收集信息和监控企业,这种“严厉”和无弹性的模式,增强了企业和银行的责任感,减少了宏观风险。可以这样认为,是政银而不是银企的关系导致了关系型融资模式均衡的存在,进而又可以导致关系型融资模式均衡的瓦解。

#### 四、我国应采取的对策

##### (一) 退出金融支持的条件已经具备

政府完全决定金融支持的维持和退出,其抉择不仅关系到关系型融资模式和距离型融资模式的强弱变化,还关系到整个宏观风险和整个经济制度的稳定。政府必须在从金融支持所获得的边际收益小于边际成本时及时退出该系统,采取金融自由化政策,使金融深化得以持续。

假设一时点国有银行的信贷总量为  $L$ ,  $L_n$  与  $L_m$  分别代表国有企业和非国有企业贷款,  $a$  为贷款的分成比率。相应地,国民收入总量为  $Y$ ,  $Y_n$  与  $Y_m$  分别代表国有企业和非国有企业所创造的国民收入,  $b$  为分成比率。其中,  $Y_n = \alpha L_n$ ,  $Y_m = \beta L_m$  ( $\alpha > 0, \beta > 0$ ),  $\alpha, \beta$  分别为两部门的投资乘数。假设非国有部分更有效率,  $\beta > \alpha$

又设政府收益由  $sY_n$  和  $tY_m$  组成,  $s, t$  分别代表政府从两个部门取得的收益比率,  $s$  包括国有企业税率和上缴比率,  $t$  仅指非国有企业的税率。政府的成本是  $C_1(L_n)$  和  $C_2(L_m)$ ,  $C_1$  是补贴成本,如不良贷款沉淀、应付未付利息等,  $C_2$  是效率税失成本,为资源误配置等。则政府的目标函数是:

$$\text{Max } R = sY_n + tY_m - C_1(L_n) - C_2(L_m), \quad 0 \leq t \leq s < 1$$

$$\text{s.t. } L = aL_n + (1 - a)L_m, \quad 0 \leq a \leq 1$$

$$Y = bY_n + (1 - b)Y_m, \quad 0 \leq b \leq 1$$

$$Y_n = \alpha L_n, Y_m = \beta L_m, \quad \alpha > 0, \beta > 0$$

求最大值可得:

$$\frac{\partial R}{\partial L_n} = MR_1 = s \cdot \alpha - \frac{\partial C_1(L_n)}{\partial L_n}$$

$$\frac{\partial R}{\partial L_m} = MR_2 = t \cdot \beta - \frac{\partial C_2(L_m)}{\partial L_m}$$

若设  $C_1 = \rho L_n + \alpha$  ( $\rho > 0$ ),  $C_2 = \mu L_m + \beta$  ( $\mu > 0$ ),  $\rho$  为政府对国有企业价格的补贴比率,  $\mu$  为政府为信贷歧视而造成的效率损失成本系数,  $\sigma, \nu$  为随机干扰项, 则可得:

$$MR_1 = s \cdot \alpha - \rho = 0, \quad s \cdot \alpha = \rho \dots \dots \dots (1)$$

$$MR_2 = t \cdot \beta - \mu = 0, \quad t \cdot \beta = \mu \dots \dots \dots (2)$$

从以上分析可知,当国有企业对政府收益的贡献率( $s$ )与投资系数( $\alpha$ )的乘积小于政府对国有企业的补贴比率  $\rho$ , 即  $s \cdot \alpha < \rho$  时; 以及当非国有企业对政府收益的贡献率( $t$ )与其投资系数( $\beta$ )大于政府因实行信贷歧视政策而产生的效率损失成本比率  $\mu$ , 即  $t \cdot \beta > \mu$  时, (1) 和 (2) 同时满足, 政府将放弃金融支持。

实证分析, 可以大体上判定政府退出国金融支持的一个条件, 即  $t \cdot \beta > \mu$  已经具备, 现在的关键是另一个条件即  $s \cdot \alpha < \rho$  是否成立, 有待进一步确定(黄明, 2000)。

##### (二) 缩小“破产罚金”, 鼓励破产清算, 减少第二类谬误发生的可能性, 将宏观风险降至最低

倘若破产罚金处于最优区间  $B = \{\pi \mid \delta_1 \leq \pi \leq \delta, \delta \geq \delta_1 > 0\}$  时, 银行救助那些处于微利或亏损、但有效率的企业, 继续保持对企业的监控地位, 减少了重组成本, 对整个社会无疑是最优的。我国的现实情况是  $\pi > \delta$ , 即使企业已经无存在价值, 银行也会加以救助, 保持银企关系, 造成了整个社会资源配置的扭曲。

政府应鼓励破产清算, 制定政策、法令、规定, 提供公共产品服务, 降低银行的破产罚金。即使政府考虑到就业、地方性利益和社会影响等因素, 不支持企业破产, 至少也应该站在公正、客观的立场, 不加以行政干预, 而是让银行本身根据成本效益原则分析判断, 或与企业协商, 救助处于危机状况的企业; 或采取破产手段, 清算已无存在价值的企业, 维持债权人的利益。让银行成为自担风险、自负盈亏的法人公司是处理政银关系的唯一原则。

健全法制建设也是一个有效的手段。银行除了担心清算企业时造成的直接成本、信誉损失外, 更担心的是无效拖延的裁决和诉讼, 除了投入大量的时间、精力、管理成本外别无他途。在许多发展中国家, 银行甚至收不回已经裁决的债权收益, 缘于法院的执法力度太弱, 我国也不例外。

### (三) 外界冲击

均衡的瓦解可以由内部因素的变化或内部结构的调整引起, 若从这一点考虑, 银行和企业是市场微观主体, 其行为具有盲目性和自发性, 由内而外的瓦解应由能从长远和全局实施政策的宏观主体发起, 政府理应承担起这个职责。所以退出金融支持, 完善法制建设是靠政府发挥作用的, 进而瓦解关系型融资模式的均衡。另一条渠道是通过外部环境和客观条件的变化, 输入新鲜血液, 我国加入 WTO 刚好提供了契机。

WTO 的 GATS 条款对市场准入作了详细的规定。其中关于垄断权的是: “每个参加方应在承担义务的计划表里注明有关金融服务中现在的垄断权利, 并尽力减少它们的范围或消除这些权利”; 商业存在权的规定是: “每一个参加方应给予其他参加方金融服务供应者在其境内设立机构扩展、商业介入扩展的批准。”封闭经济里政府可以通过抬高门槛、限制进入来减少银行业的竞争, 保持信贷垄断, 提供关系型融资发育的温床。开放式经济条件下, 若政府采取过多的限制措施, WTO 终端仲裁机制会施加巨大的压力, 迫使政府放弃保护手段。

GATS 还规定了非歧视措施, “对于外国金融服务商在一参加方境内已获得的市场机会和作为该参加方境内的一个阶层已分享的利益不应加以人为的削减。外国商人或企业在境内扩展业务时, 政府应在政策给予各国商人或企业以同样的待遇”。这样, 政府通过抑制证券市场来保护银行利益的渠道就无法实施, 因为我国在一段时期里必须逐步放开金融市场, 允许一部分基金或投资机构进入证券市场, 这能使我国的证券市场得到规范和发展, 使距离型融资模式逐渐建立和完善起来。

### [ 参考文献 ]

- [ 1 ] Modigliani, Franco, and Merton. H. Miller. “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment.”[J]. American Economic Review 48(3), 1958.
- [ 2 ] Modigliani, Franco, and Merton. H. Miller. “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”[J]. American Economic Review 53( 3 ), 1963.
- [ 3 ] Jensen, Michael C., and William H. Meckling. “Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”[ J]. Journal of Financial Economics 3( 4), 1976.
- [ 4 ] Herman ES. “Corporate Control, Corporate Power”[ M]. Cambridge University Press, 1981.
- [ 5 ] The World Bank. “Fiscal Incentives for Investment and Innovation”[ M ]. 1818 H street, 1995.
- [ 6 ] 王佩艳. 融资模式效率比较与我国融资模式的选择[ J]. 财政研究, 2000( 8).
- [ 7 ] 王跃生. 金融压抑与金融自由化条件下的企业融资制度[ J]. 经济体制比较, 1999( 1).
- [ 8 ] 胡祖六. 中国的银行体系改革: 一次新的长征[ J]. 国际经济评论, 2000( 7—8).
- [ 9 ] 卢克群. 中国资本市场发展的理论与实际问题探索[ M ]. 北京: 中国经济出版社, 2000.
- [ 10 ] 青木昌彦, 休·帕特克. 日本银行体制[ M ]. 北京: 中国金融出版社, 1998.
- [ 11 ] 童适平. 战后日本金融体制及其变革[ M ]. 上海: 上海财经大学出版社, 1998.
- [ 12 ] 黄明. 现代产融结合新论[ M ]. 北京: 中国经济出版社, 2000.
- [ 13 ] 财政部. 财政若干问题研究[ M ]. 北京: 经济科学出版社, 2000.

[ 责任编辑: 杨俊林 ]